下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 20.71 元

合理价值 24.82 元

前次评级 买入

中国国贸（600007.SH）

业绩表现超预期，毛利率、费用率改善，写字楼相对承压

收入下降利润稳定，业绩总体表现超预期。根据公司中报，26 年上半年公司实现营业收入 18.2 亿元，同比-3.9%，毛利 10.9 亿元，同比-3.3%，净利润 6.3 亿元，同比+0.2%，归母净利润 6.3 亿元，同比+0.2%，扣非归母净利润 6.3 亿元，同比-0.1%。除酒店外其他业态收入均下降，但毛利率改善、费用率下降对冲收入规模收缩，利润维持平稳。25 年初公司披露全年计划收入同比-4.2%、利润总额同比-9.7%，半年度业绩表现略超预期。

毛利率改善、费用率下降，对冲收入规模收缩。26 年上半年公司整体毛利率 60.0%，同比上升 0.4pct，销管费率 5.2%，同比下降 0.2pct、财务费率为-1.2%，较 25 年同期改善 1.3pct，虽然收入规模收缩，但运营能力改善对冲下，业绩维持稳定。此外，上半年公司偿还长债 2 亿元，至此有息负债清零。

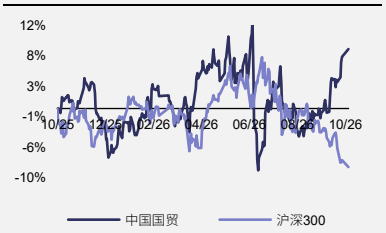
除酒店外各业态收入均承压，降幅明显。分业态来看，26 年上半年酒店收入 2.38 亿元，同比+0.1%，降幅最大的是写字楼，收入 6.61 亿元，同比-9.3%，商城、公寓、其他收入分别为 6.39 亿元、0.91 亿元、1.87 亿元，同比分别-0.58%、-1.8%、-0.7%，酒店表现相对平稳，写字楼压力较大。

各业态租金同比均下降，仅商场出租率提升。2026 年上半年，中国国贸写字楼平均租金为 583 元/平米/月，同比减少 6.1%；商城平均租金为 1286 元/平米/月，同比减少 2.2%；公寓平均租金为 357 元/平米/月，同比减少 1.9%。出租率方面，26 年上半年仅商场出租率提升，中国国贸写字楼平均出租率为 90%，同比减少 2.4 个百分点；商城平均出租率为 96.1%，同比上升 0.8 个百分点；公寓平均出租率为 88.6%，同比减少 0.1 个百分点。

盈利预测与投资建议。总体来看，公司以国贸中心项目为运营主体，位置稀缺，运营总体稳定，收入波动可通过运营消化以维持业绩平稳。预期公司 26-27 年归母净利润 11.31/11.31 亿元，同比-5.9%/持平。维持每股合理价值 24.82 元/股，对应 26 年 PE 为 22X，维持“买入”评级。

风险提示。宏观经济不及预期，写字楼及商业需求下降，北京供应超预期，租金、出租率下降等。

相对市场表现



盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,912	3,770	**3,610**	3,522	3,565
增长率（%）	-1.1%	-3.6%	**-4.2%**	-2.4%	1.2%
EBITDA	2,143	2,036	**1,905**	1,836	1,854
归母净利润	1,262	1,202	**1,131**	1,131	1,149
增长率（%）	0.3%	-4.8%	**-5.9%**	0.0%	1.6%
EPS（元/股）	**1.25**	**1.19**	**1.12**	**1.12**	**1.14**
市盈率（P/E）	19.5	16.6	**18.3**	18.3	18.0
ROE（%）	13.1%	12.3%	**11.5%**	11.3%	11.4%
EV/EBITDA	10.1	8.2	**8.8**	8.9	8.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn

谢淼

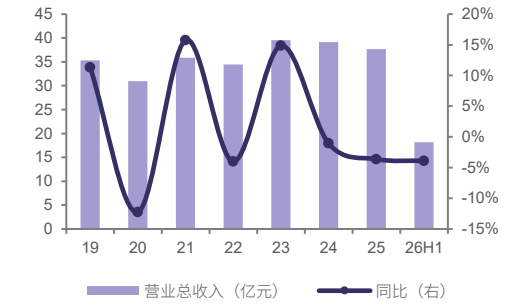
SAC 执证号：S0260522070007
SFC CE No. BVB342
xiemiao@gf.com.cn

相关研究

中国国贸（600007.SH）:四季度及分红表现超预期，向管理要效率 2026-04-22

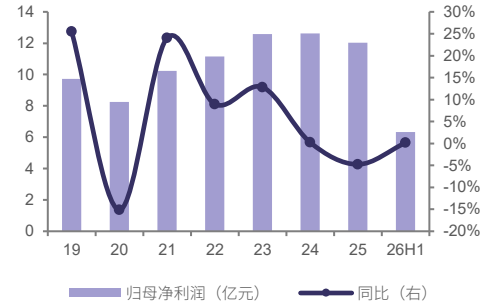
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：中国国贸营业收入（亿元）及增速



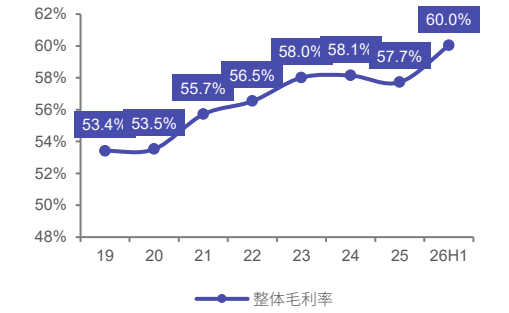
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 2：中国国贸归母净利润（亿元）及增速



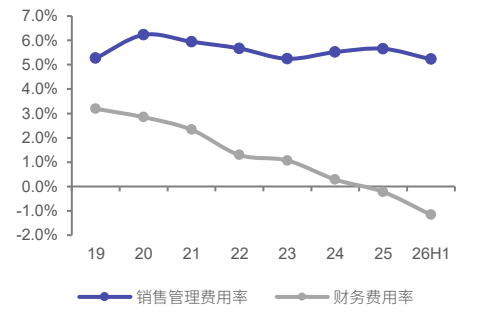
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 3：中国国贸毛利率变化



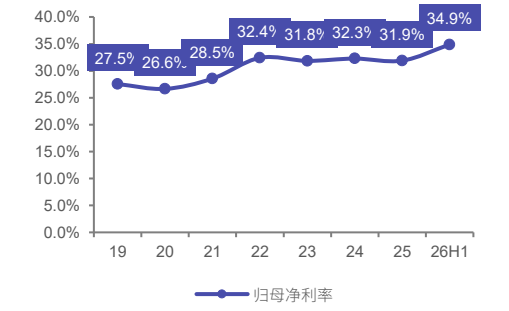
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 4：中国国贸销管费用率及财务费用率



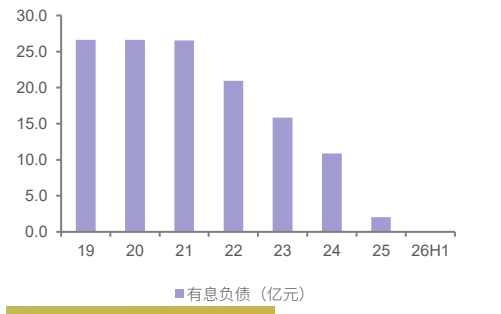
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 5：中国国贸归母净利率（%）



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 6：中国国贸有息负债规模（亿元）



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

表 1：中国国贸主要业态经营表现

	2022	2023	2024	2025	25H1	26H1	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
租金收入（亿元，仅租金）	**27.59**	**29.13**	**28.80**	**27.67**	**14.09**	**13.33**	**7.15**	**6.94**	**6.87**	**6.71**	**6.75**	**6.58**
写字楼	15.0	15.3	14.8	13.8	7.1	6.4	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2
商城	11.0	12.0	12.2	12.0	6.1	6.0	3.1	3.0	3.0	2.9	3.1	2.9
公寓	1.6	1.8	1.9	1.9	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
可出租面积（万方）	**33.21**	**33.18**	**33.29**	**33.11**	**33.22**	**33.18**	**33.28**	**33.22**	**33.21**	**33.11**	**33.15**	**33.18**
写字楼	20.63	20.61	20.61	20.46	20.58	20.47	20.59	20.58	20.57	20.46	20.45	20.47
商城	7.90	7.90	8.01	7.96	7.96	8.02	8.01	7.96	7.96	7.96	8.02	8.02
公寓	4.67	4.67	4.66	4.69	4.68	4.70	4.68	4.68	4.68	4.69	4.68	4.70

下载日志已记录，仅供内部参考

平均租金（元/平/月）												
写字楼	627	638	639	609	621	583	627	615	597	601	566	578
商城	1159	1279	1309	1300	1315	1286	1345	1285	1294	1284	1348	1248
公寓	376	370	367	362	364	357	365	363	361	360	352	357
平均出租率（%）												
写字楼	96.3%	95.9%	93.1%	91.8%	92.4%	90.0%	92.7%	92.1%	92.1%	90.8%	89.6%	89.6%
商城	98.8%	98.2%	96.5%	95.5%	95.3%	96.1%	94.9%	95.7%	95.9%	95.5%	95.7%	95.7%
公寓	73.3%	85.9%	88.9%	90.9%	88.7%	88.6%	87.6%	89.8%	93.8%	91.9%	88.7%	88.7%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**4,278**	**3,764**	**4,300**	**4,678**	**5,062**
货币资金	3,986	3,485	4,024	4,409	4,790
应收及预付	255	245	243	237	240
存货	31	28	27	26	26
其他	6	6	6	6	6
非流动资产总额	**8,047**	**7,690**	**7,247**	**6,958**	**6,674**
长期股权投资	28	31	31	31	32
固定资产	1,387	1,319	973	656	339
在建工程	0	0	0	0	0
使用权资产	35	38	19	10	5
无形资产	433	417	402	386	371
其他	6,164	5,884	5,822	5,874	5,928
资产总额	**12,324**	**11,454**	**11,547**	**11,636**	**11,736**
流动负债总额	**1,546**	**1,463**	**1,642**	**1,617**	**1,602**
短期借款	0	0	197	190	185
应付及预收	208	200	194	189	191
其他	1,337	1,263	1,250	1,238	1,225
非流动负债总额	**1,121**	**238**	**38**	**38**	**38**
长期借款	1,085	200	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	36	38	38	38	38
负债总额	**2,666**	**1,701**	**1,680**	**1,655**	**1,640**
股本	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
其他	8,646	8,740	8,853	8,966	9,081
归母权益合计	9,653	9,747	9,860	9,974	10,089
少数股东权益	5	5	6	7	8
负债和股东权益	**12,324**	**11,454**	**11,547**	**11,636**	**11,736**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**3,912**	**3,770**	**3,610**	**3,522**	**3,565**
营业成本	1,637	1,594	1,552	1,511	1,526
营业税金及附加	385	369	339	331	335
销售费用	89	85	79	77	78
管理费用	127	128	121	114	114
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	11	-8	0	-20	-24
资产信用减值损失	0	-9	-9	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	2	4	1
营业利润	**1,672**	**1,603**	**1,512**	**1,513**	**1,537**
营业外收支	13	3	-4	-3	-3
利润总额	1,685	1,605	1,509	1,510	1,534
所得税费用	422	402	377	377	383
合并净利润	**1,264**	**1,203**	**1,131**	**1,132**	**1,150**
少数股东损益	1	1	1	1	1
归母净利润	**1,262**	**1,202**	**1,131**	**1,131**	**1,149**
EPS（元/股）	1.25	1.19	1.12	1.12	1.14

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**1,796**	**1,575**	**1,507**	**1,471**	**1,484**
合并净利润	1,264	1,203	1,131	1,132	1,150
折旧摊销	463	436	386	347	342
营运资金变动	19	-101	-24	-11	-13
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-64**	**-76**	**302**	**-53**	**-57**
资本性开支	-68	-76	0	0	0
投资	-2	0	57	-57	-57
其他	6	0	245	4	1
融资活动现金流净额	**-1,859**	**-2,021**	**-1,028**	**-1,032**	**-1,047**
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-490	-885	-3	-7	-5
股利分配与偿付利息	-1,364	-1,131	-1,025	-1,025	-1,041
其他	-5	-5	0	0	0
现金净增加额	**-126**	**-521**	**781**	**386**	**381**
期初现金余额	**3,890**	**3,764**	**3,243**	**4,024**	**4,409**
期末现金余额	**3,764**	**3,243**	**4,024**	**4,409**	**4,790**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-1.1%	-3.6%	-4.2%	-2.4%	1.2%
营业利润增长率	0.0%	-4.2%	-5.6%	0.0%	1.6%
归母净利增长率	0.3%	-4.8%	-5.9%	0.0%	1.6%
获利能力					
毛利率	58.1%	57.7%	57.0%	57.1%	57.2%
净利率	32.3%	31.9%	31.3%	32.1%	32.3%
ROE	13.1%	12.3%	11.5%	11.3%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	21.6%	14.8%	14.5%	14.2%	14.0%
有息负债率	8.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
流动比率	2.8	2.6	2.6	2.9	3.2
利息保障倍数	31.6	69.2	199.8	214.0	223.3
营运能力					
应收账款周转率	16.3	17.4	17.1	17.1	17.1
存货周转率	53.4	57.4	58.1	58.1	58.1
应付账款周转率	14.7	14.0	14.4	14.4	14.4
每股指标					
每股收益	1.25	1.19	1.12	1.12	1.14
每股净资产	9.58	9.68	9.79	9.90	10.02
每股经营现金流	1.78	1.56	1.50	1.46	1.47
估值比率					
PE	19.5	16.6	18.3	18.3	18.0
PB	2.6	2.0	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.1	8.2	8.8	8.9	8.7

下载日志已记录，仅供内部参考

广发房地产行业研究小组

郭　镇 ：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢　苹 ：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

谢　淼 ：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李怡慧 ：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡正维 ：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn



谢淼

SAC 执证号：S0260522070007
SFC CE No. BVB342
xiemiao@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。